# 奥士转债投资价值分析


**李奎霖 分析员**
SAC 执证编号：S0080524060016
kuilin.li@cicc.com.cn


**杨冰 分析员**
SAC 执证编号：S0080515120002
SFC CE Ref：BOM868
bing.yang@cicc.com.cn


**陈健恒 分析员**
SAC 执证编号：S0080511030011
SFC CE Ref：BBM220
chenjh@cicc.com.cn

## 概要

奥士康公告转债发行，规模 10.00 亿元，设有原股东优先配售（每股配售 3.2104 元面值）及网上申购，T 日为 9 月 23 日（周三），主体与债项评级均为 AA、不设担保。根据我们的新券定价模型，我们认为其在当前平价下的上市定位可能在 139—145 元区间，对应转股溢价率约 38%—44%。

## 正股分析

**发行人奥士康是内资刚性 PCB 头部制造商之一，产品以四层及以上多层板为主，境外收入占比过半。**公司下游覆盖通信及数据中心、汽车电子、消费电子、能源电力、工业控制与医疗设备等领域，主要客户包括中兴、捷普、富士康等，2026 年上半年前五大客户销售占比 26.12%，不存在单一客户依赖。据募集说明书，2024 年公司在中国电子电路行业协会（CPCA）内资 PCB 百强中排名第 11 位，在 Prismark 全球 PCB 百强中排名第 36 位。公司生产基地位于湖南益阳、广东肇庆，并于 2024 年第四季度投产泰国工厂；2025 年、2026 年上半年境外收入占主营业务收入比重分别为 61.21%、53.76%，以美元结算为主。

**公司增收不增利，原材料涨价与泰国基地爬坡压制盈利，2026 年二季度起边际改善。**2021-2025 年营收 CAGR 为 5.67%。2021-2025 年归母净利润 CAGR 为-10.97%。公司 2025 年实现营业收入 55.30 亿元（YoY+21.11%）、归母净利润 3.08 亿元（YoY-12.84%）；2026 年上半年实现营业收入 29.87 亿元（YoY+16.45%）、归母净利润 0.83 亿元（YoY-57.79%），销售毛利率 20.05%、同比下降 2.29 个百分点。

分产品来看，2026 年上半年四层板及以上板收入 21.92 亿元，占主营业务收入 81.99%，其中高多层板及 HDI 板收入 13.69 亿元，占比由 2023 年的 42.30%升至 51.22%；主营业务毛利率为 11.50%、同比下降 4.38 个百分点，**主要系含铜材料与金盐采购价格上涨拖累**。2026 年上半年公司其他业务（以废料销售为主）贡献毛利 2.91 亿元，占综合毛利的 48.65%，主营 PCB 业务的盈利较薄。横向对比，行业普遍受原材料涨价挤压，景旺电子、崇达技术 2026 年上半年扣非净利润同比分别下降 13.33%、31.99%，而 AI 服务器业务占比较高的胜宏科技同比增长 12.50%。我们认为公司的核心看点与增长逻辑在于：

**1）涨价传导开始落地，二季度盈利环比修复，在手订单价格显著抬升。**公司主要产品单价在 2026 年逐季上行，二季度产品平均售价 776.90 元/平方米、环比提升 12.66%，带动二季度扣非净利润 0.61 亿元、环比增长 247.35%，营业毛利 3.24 亿元、同比增长 10.70%。据募集说明书，截至 2026 年 8 月 31 日公司在手订单 28.84 亿元，其中高多层板及 HDI 板平均单价为 2,057.85 元/平方米，较二季度提升 69.89%。与此同时，二季度 LME 铜价环比涨幅 3.78%、金价环比回落 8.98%，成本端压力有所缓和。我们认为盈利修复的方向较为明确，但在手订单单价的大幅抬升同时包含产品结构变化，难以完全归因于同品类提价，下半年毛利率修复幅度是验证成本传导能力的关键。

**2）产品结构向高多层板及 HDI 板倾斜，但高端化尚未转化为盈利优势。**公司高多层板及 HDI 板收入占比持续提升，产能利用率维持在较高水平（2025 年 88.01%、2026 年上半年 86.45%），2025 年总产能 875.54 万平方米。但与同业相比，公司盈利能力仍有差距：据募集说明书，2026 年上半年公司主营业务毛利率 11.50%，低于可比公司均值 15.78%，与景旺电子（13.86%）接近，明显低于胜宏科技（28.58%）、生益电子（31.21%）等 AI 服务器业务占比较高的同业。我们认为公司在 AI 服务器、高速网络等高价值场景的渗透仍处导入阶段，高端化目前体现为收入结构而非利润结构，



本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

后续需关注 AI 服务器等领域客户导入及订单放量进度。

**3）泰国基地爬坡是短期拖累，也是中期承接海外订单的产能基础。**泰国工厂于 2024 年第四季度投产，营收贡献尚在爬坡、规模效应未充分显现，单位折旧与人工成本上升对毛利率形成阶段性拖累；截至 2026 年 6 月末，泰国生产基地项目预计仍有 4.74 亿元工程及设备等资本性开支。我们认为泰国基地有助于公司应对海外客户的供应链多元化要求，但其扭亏节奏仍需跟踪，未来可关注泰国工厂的产能利用率与盈亏平衡进度。

本次可转债拟募集资金总额 10.00 亿元，扣除发行费用后全部投向由全资子公司广东喜珍电路科技有限公司实施的"高端印制电路板项目"（项目总投资 18.20 亿元），达产后将形成年产 84 万平方米高多层板及 HDI 板产能，约为公司 2025 年总产能的 9.6%。我们认为本次募投有助于公司提升高多层板及 HDI 板的产能占比，但项目效益取决于高端产品盈利能力能否向同业靠拢。

正股股权方面，截至 2026 年 6 月末，深圳市北电投资有限公司（北电投资）直接持有公司 50.42%股份，为公司控股股东。公司实际控制人为程涌、贺波夫妇，二人直接及通过北电投资合计控制公司 68.38%的表决权，控制权集中。

**正股市值在转债标的里偏大。**截至 2026 年 9 月 21 日收盘，正股股价 84.50 元，总市值约 268 亿元，流通盘占比约 96%；对应 P/E(TTM)约 138 倍、P/B(LF)约 6.1 倍，估值已较多反映盈利修复预期。正股近 180 个交易日上涨约 100%、当前处于区间高位，近 180 日年化波动率 66.8%，弹性偏高。

## 条款及定价

**条款方面，奥士转债规模中等，债底保护性强。**本期转债规模 10.00 亿元，初始转股价 83.96 元，期限 6 年（2026 年 9 月 23 日至 2032 年 9 月 22 日），主体与债项信用等级均为 AA（中证鹏元）、不设担保。票面利率第一年 0.10%、第二年 0.30%、第三年 0.60%、第四年 1.00%、第五年 1.50%、第六年 2.00%，到期赎回价格为面值的 110%（含最后一期利息），面值对应的 YTM 约 2.16%，债底约为 99.8 元。三大条款与主流条款保持一致。按初始转股价计算，全部转股对现有总股本的摊薄比例约 3.8%，摊薄压力小。

定价方面，以 2026 年 9 月 21 日正股收盘价计算，转债平价约 100.6 元。根据我们的新券定价模型，**我们认为其在当前平价下的上市定位可能在 139—145 元区间，对应转股溢价率约 38%—44%。需提示的是，正股近半年涨幅翻倍、估值处于高位，近期新券估值整体偏高、波动较大，建议审慎参考。**

## 风险

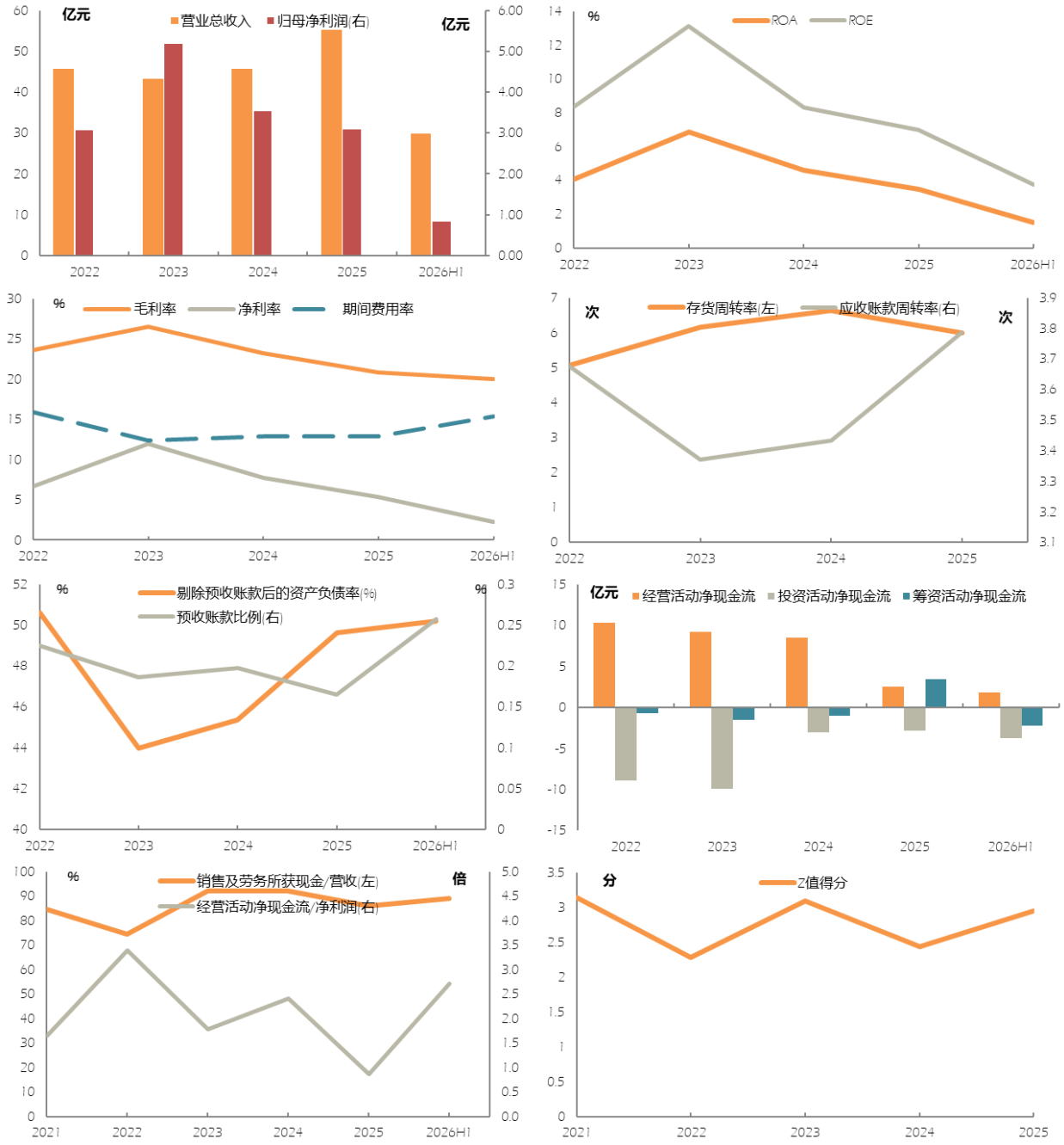
市场竞争加剧；市场需求走弱；T2SL 探测器量产进度不及预期；经营性现金流持续为负；转债估值波动扩大。






本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

## 图表 1：部分财务数据




资料来源：iFinD，中金公司研究部



本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

# 法律声明

## 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、 38 条、 47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

## 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

*V160908*
*编辑：金灿*

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

**北京** 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

**上海**
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

**深圳**
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

**香港**
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

**东京**
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

**纽约**
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

**新加坡**
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

**伦敦**
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

**法兰克福**
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。